



## Uma Avaliação da Política Macroeconômica do Governo Lula I

José Luís Oreiro\*  
Lucas L. Dezordi\*\*

Terminado o primeiro mandato do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva é chegado o momento de se fazer uma avaliação da gestão da política macroeconômica durante o seu governo. Como é bem sabida, a condução da política macroeconômica foi um dos maiores focos de atenção durante o primeiro mandato. Por um lado, vários membros do PT e intelectuais de esquerda pressionaram o governo no sentido de mudar o modelo macroeconômico herdado da administração Fernando Henrique Cardoso, o qual se baseava no tripé superávit primário-metas de inflação-câmbio flutuante. Por outro lado, membros da equipe econômica do governo – tanto no Banco Central como, até pouco tempo atrás, do próprio Ministério da Fazenda – e economistas ligados direta ou indiretamente ao mercado financeiro pressionavam o governo no sentido de completar as reformas de caráter liberal-ortodoxo iniciadas durante o governo FHC, defendendo a independência operacional do Banco Central do Brasil e a plena-conversibilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos, destruindo assim os últimos resquícios de controles administrativos ao fluxo de capitais externos.

Passados quatro anos, o balanço final de forças parece ser o seguinte. O modelo macroeconômico herdado de FHC II está consolidado e, ao que tudo indica, não há nenhuma discussão séria dentro do governo no sentido de substituir o referido modelo por alguma alternativa mais “heterodoxa”. As discussões em curso atualmente são mais no sentido de flexibilizar o modelo existente, do que pensar alternativas ao mesmo. No entanto, o aprofundamento do modelo macroeconômico existente por intermédio da concessão formal de autonomia operacional do Banco Central e da plena-conversibilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos parece também ter sido deixada de lado<sup>4</sup>.

---

\* Doutor em Economia (IE/UFPR), Professor Adjunto do Departamento de Economia da UFPR, Diretor do CEPEC/UFPR e Pesquisador do CNPq. E-mail: [joreiro@ufpr.br](mailto:joreiro@ufpr.br). Página pessoal: [www.joseluisoreiro.ecn.br](http://www.joseluisoreiro.ecn.br).

\*\* Aluno do Programa de Doutorado em Desenvolvimento Econômico da UFPR e Professor da FAE Business School. E-mail: [ldezordi@fae.edu](mailto:ldezordi@fae.edu) e [lucasdezordi@uol.com.br](mailto:lucasdezordi@uol.com.br).

<sup>4</sup> A proposta de plena-conversibilidade da conta de capitais do balanço de pagamentos foi feita originalmente por Pêrsio Arida em dois artigos publicados na *Revista de Economia Política* no ano de 2003. Essa proposta foi duramente criticada por diversos economistas brasileiros ao longo dos anos de 2004 e 2005. Alguns exemplos de crítica a proposta de Arida são Oreiro, Paula e Silva (2004), Ferrari Filho *et alli* (2005) e Ono *et alli* (2005).

Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo fazer uma avaliação do modelo macroeconômico adotado no primeiro ano de governo Lula destacando os principais resultados do tripé superávit primário- metas de inflação- câmbio flutuante.

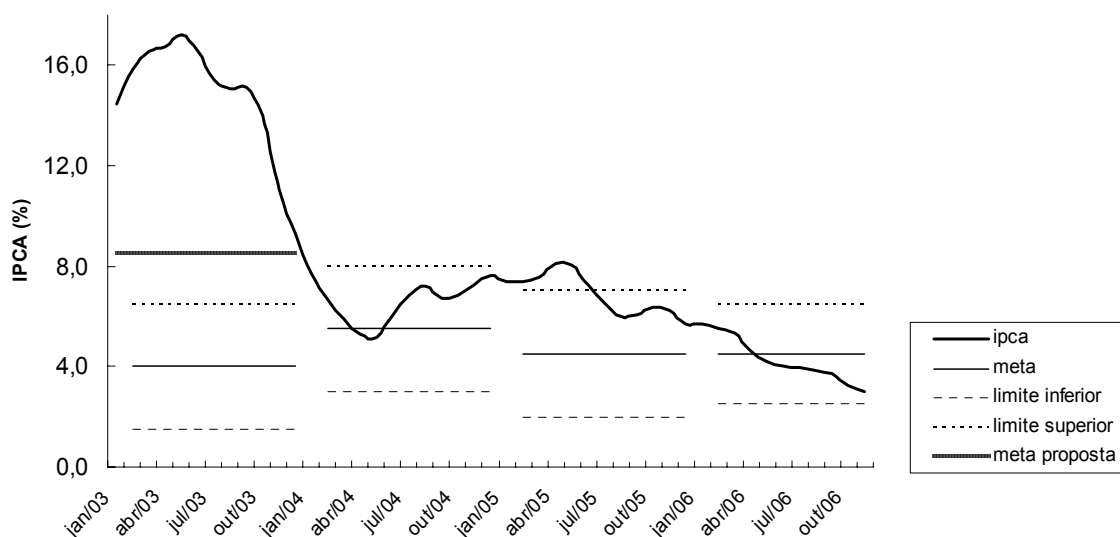
### **Política Monetária**

Ao contrário do que muitos analistas previam sobre a condução da política monetária e, até mesmo, do discurso oficial de campanha do candidato do PT, a política monetária ficou mantida sob o arcabouço operacional do regime de metas de inflação. A troca do então presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Armínio Fraga Neto, pelo recém eleito deputado federal pelo PSDB e ex-presidente do *Bank of Boston* Henrique Meirelles foi bem recebida pelo mercado financeiro. O início do mandato do presidente Lula necessitava de uma grande cautela e, sobretudo, responsabilidade na condução da política monetária, pois no ano de 2002 a inflação tinha acumulado uma variação de 12,53% no IPCA e 25,30% no IGP-M. O gráfico 1 descreve o comportamento da inflação anualizada medida pelo IPCA, índice oficial do regime de metas.

No primeiro ano de governo a meta oficial de inflação a ser seguida pelo BCB, de acordo com a Resolução 2.972, era de 4% com intervalo +/- de 2,5%. Contudo, devido às turbulências ocorridas no mercado cambial em 2002 e a aceleração inflacionária observada neste ano, o BCB decidiu implementar uma meta provisória a ser perseguida de 8,5% para 2003. Entretanto, a inflação em 2003 ficou em 9,30%, isto é, acima da meta oficial e proposta. No primeiro semestre de 2004, como demonstrado no gráfico 1, a inflação convergiu rapidamente para a meta de 5,5% ao ano e, o BCB reduziu rapidamente os juros que estavam em 26% ao ano em 2003 para 15,75% ao ano. O forte crescimento econômico brasileiro e mundial de 2004 pressionou novamente a inflação nacional, sendo que em 2005 o IPCA acumulado em doze meses chegou a 8,0%, levando o BCB a subir a taxa de juros. A queda da inflação, como destacada no gráfico 1, foi rápida e consistente. O ano de 2005 registrou uma inflação de 5,69% e em novembro de 2006 a inflação anualizada está em 3,02%.

Uma característica importante do regime de metas de inflação adotado no primeiro mandato do governo Lula foi a rápida e consistente queda da taxa de inflação. Por exemplo, em janeiro de 2003 o IPCA acumulava em 12 meses uma alta de 14,47% e em novembro de 2006, final de mandato, uma alta de apenas 3,02%. Isto é: a inflação em quatro anos consecutivos caiu 11,45 p.p.

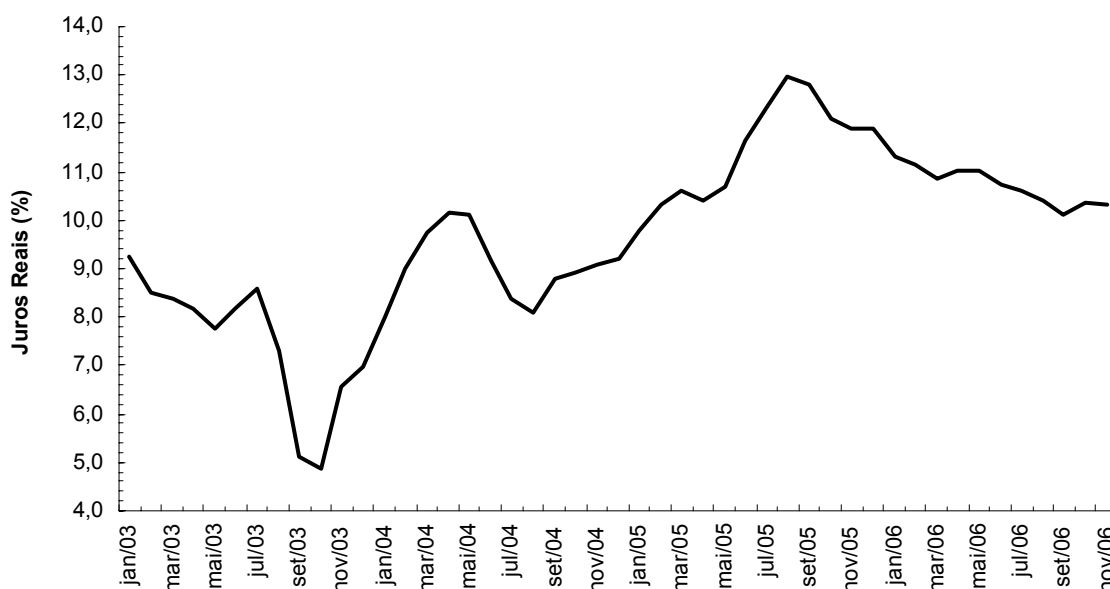
**Gráfico 1. O Regime de Metas de Inflação no Governo Lula: 2003 a 2006\***



Fonte: IBGE e BCB. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até novembro.

O governo Lula iniciou seu governo praticando uma taxa de juro real de aproximadamente 9% ao ano. Com o processo inflacionário se intensificando em 2003 a taxa real de juros caiu para seu menor valor histórico: 5% ao ano. No entanto, com a elevação rápida e consistente da taxa de juros nominal e a diminuição da inflação, a taxa de juros real subiu, em menos de quatro meses, para um valor acima de 9% ao ano, como destacado no gráfico 2. Um ponto importante a ser destacado está no fato que desde 2004 a taxa de juros real vem oscilando entre 9 a 11% ao ano, sendo que em agosto de 2005 esta atingiu seu valor máximo de 12,95% ao ano. A partir daí, a taxa de juros real vem caindo gradativamente. Atualmente, a economia brasileira vem operando com uma taxa real em torno de 10,3% ao ano.

**Gráfico 2. Taxa de juros reais no governo Lula: 2003 A 2006\***



Fonte: IBGE e BCB. Boletim Economia & Tecnologia. Cálculo dos autores. \* Em 2006 até novembro.

### **Política Fiscal**

A partir da crise financeira vivida pelo Brasil no segundo trimestre de 2002, o governo brasileiro reforçou as atuais políticas, formulou um conjunto de medidas estruturais e solicitou ao FMI um novo programa com o objetivo de garantir um ambiente de estabilidade para uma tranqüila transição governamental (no caso, o governo Lula).

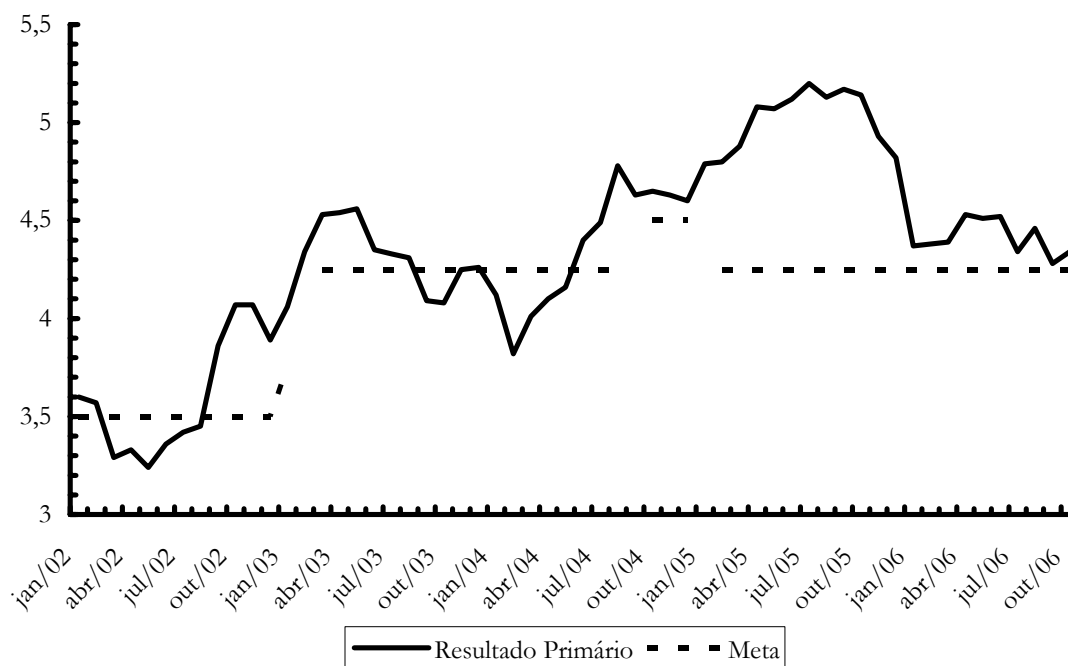
Uma das medidas foi a elevação em 0,25% do PIB da meta de superávit primário do setor público consolidado, para 3,75% do PIB em 2002/03. O Congresso, com o intuito de reforçar o ajuste fiscal, aprovou a prorrogação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), cujo prazo de vigência se encerraria em 17 de junho de 2002.

Entretanto, o governo eleito anunciou uma meta de superávit primário para o setor público não financeiro consolidado de 4,25% do PIB para 2003. Esta meta tinha como objetivo garantir uma dinâmica favorável da relação dívida/PIB, refletindo a realidade fiscal do país e a preservação do gasto social, visto o aumento da taxa real de juros para combater o processo inflacionário no início do primeiro governo.

A meta de 4,25% do PIB permaneceu até setembro de 2004, quando esta aumentou para 4,5% nos últimos 3 meses do ano. Já em janeiro de 2005 até outubro de 2006 a meta oficial do superávit primário voltou para o patamar de 4,25% do PIB. O gráfico 3 destaca o

comportamento do superávit primário do setor público consolidado desde 2002, um ano antes do governo Lula, até outubro de 2006. O período de maior aperto fiscal ocorreu em 2005, sendo que o superávit passou dos 5,0% do PIB. Em 2006, este caiu para um valor próximo da meta e atualmente permanece flutuando um pouco acima desta.

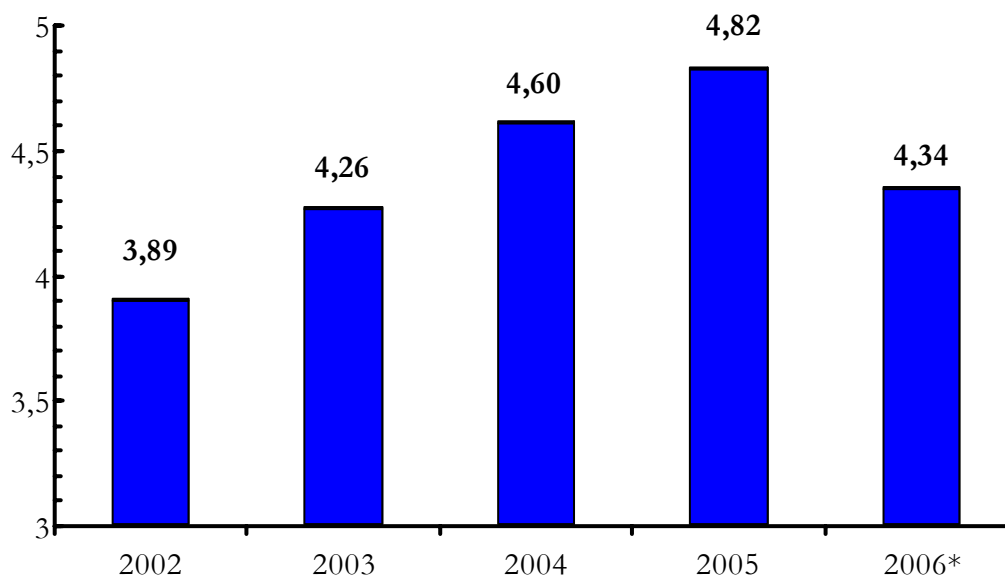
**Gráfico 3. Resultado Primário do Setor Público Consolidado: 2002 a 2006\***



Fonte: MF/STN. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até outubro.

O primeiro ano do governo Lula foi marcado pela elevação do superávit primário em relação ao PIB. O gráfico 4 demonstra que em 2002 o superávit primário em relação ao PIB fechou em 3,89%, em 2003 subiu para 4,26%, em 2005 atingiu seu maior valor de 4,82% e em 2006 manteve-se forte, em 4,34% do PIB.

**Gráfico 4. Resultado Primário anual em % do PIB: 2002 a 2006\***



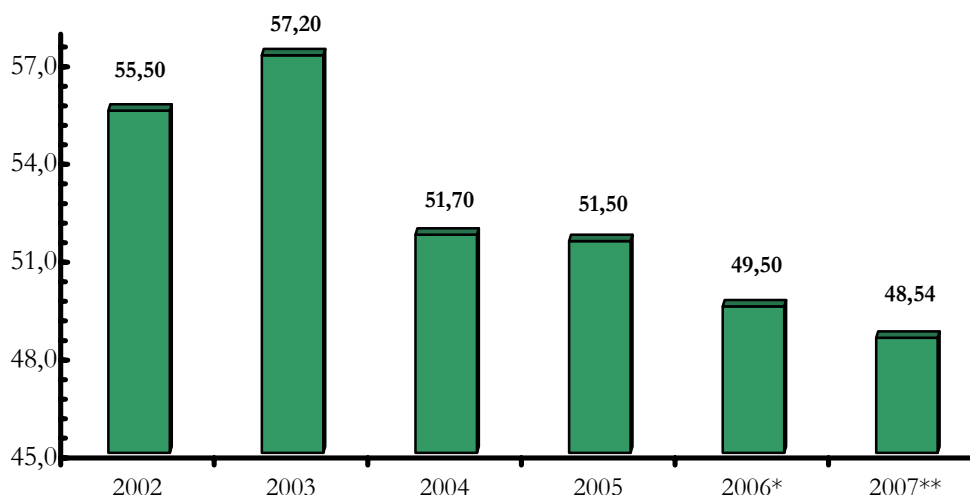
Fonte: MF/STN. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até outubro.

A importância da manutenção do superávit primário para a economia brasileira está na necessidade de se estabilizar e até mesmo reduzir a dívida líquida do setor público em relação ao PIB. O gráfico 5 ilustra que esta relação aumentou no primeiro ano de governo, chegando a um valor de 57,2% do PIB. Contudo, com o crescimento econômico de 2004 e a queda do juro real, a dívida caiu para um valor de 51,7% do PIB. Esta razão se manteve em 2005 e caiu para 49,5% até outubro de 2006.

Mantendo a dívida neste patamar e considerando uma taxa de juros real de 10,32% ao ano, crescimento econômico de 3,5% e superávit primário de 4,34% em 2007, projeta-se uma relação dívida/PIB decrescente na ordem de 48,54% do PIB em 2007.

Um ponto importante a ser destacado é que se mantendo o cenário econômico atual, descrito anteriormente, a dívida líquida em proporção do PIB tende a cair. Caso a taxa de juros real venha a cair mais, não gerando pressão inflacionária e, como consequência, destravando o crescimento econômico brasileiro, a dinâmica da dívida, com certeza, ficará mais confortável.

**Gráfico 5. Dívida Líquida do Setor Público / PIB: 2002 a 2007\*\***



Fonte: MF/STN. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até outubro. \*\* Projeções dos autores.

Entretanto, a manutenção do cenário atual depende de importantes ajustes fiscais. Ou seja, é fundamental analisar como o superávit primário vem sendo obtido. Os gráficos 6 e 7 destacam uma realidade não muito animadora para o governo Lula na área fiscal. As despesas correntes do governo em relação ao PIB passaram de 16,9% em 2002 para 18,2% em setembro de 2006 e as receitas administradas<sup>5</sup> em relação ao PIB subiram de 16,3% para 17,3% no mesmo período.

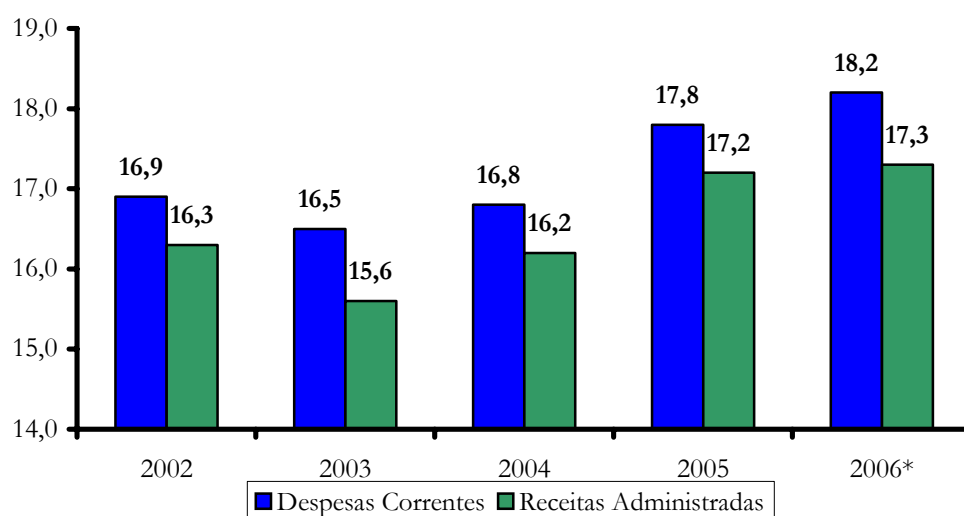
Neste sentido, fica claro que o ajuste fiscal está sendo obtido com uma combinação ‘amarga’ de crescimento dos gastos correntes do governo e aumento dos tributos que afetam diretamente o desempenho da oferta e demanda agregada da economia.

O gráfico 7 destaca que as despesas obrigatórias em relação ao PIB cresceram de 13,9% em 2002 para 15,6% em setembro de 2006 enquanto que as despesas discricionárias permaneceram estáveis em 4,0% do PIB, no mesmo período. Os gastos obrigatórios representam as despesas com Pessoal e Encargos Sociais; Abono e Seguro Desemprego; Subsídios; Crédito Extraordinário, entre outros. Já as despesas discricionárias representam os gastos governamentais nos Ministérios do Poder Executivo, Poder Legislativo, Judiciário e MPU.

<sup>5</sup> As receitas administradas apresentam as seguintes rubricas: Imposto Importação; IPI; Imposto de Renda; IOF; COFINS; CPMF; CIDE – Combustível, entre outros. Para maiores detalhes, acessar: [http://www.planejamento.gov.br/orcamento/conteudo/relatorio\\_avaliacao/avaliacao\\_rec\\_desp\\_uniao.htm/](http://www.planejamento.gov.br/orcamento/conteudo/relatorio_avaliacao/avaliacao_rec_desp_uniao.htm/)

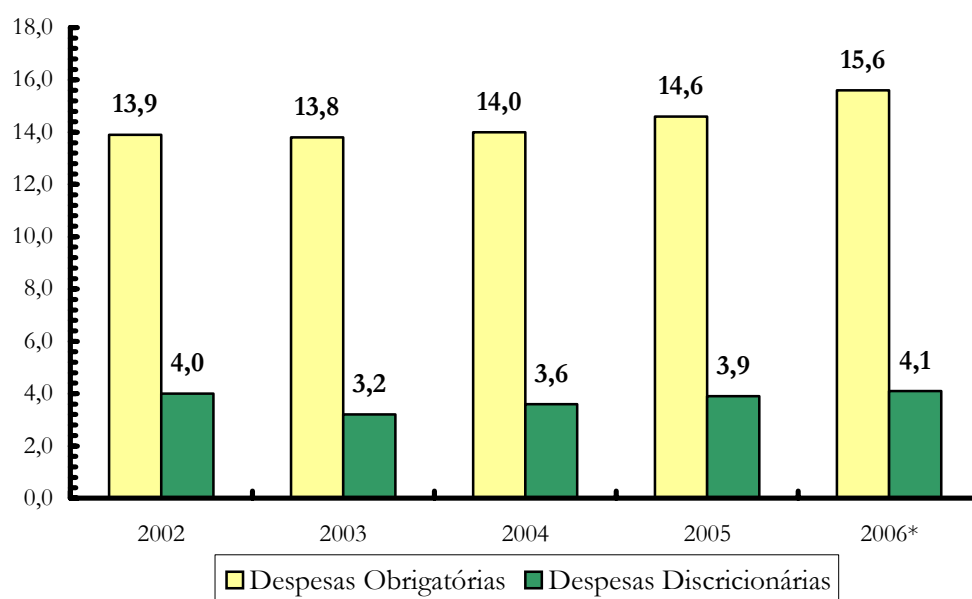
Como estes gastos permaneceram congelados no governo Lula, o investimento público em relação ao PIB também não foi elevado, representando atualmente cerca de 0,3 % do PIB. Pode-se argumentar que a qualidade do ajuste fiscal brasileiro não é boa. A manutenção do superávit primário é fundamental, entretanto, uma nova configuração fiscal deve ser desenhada, com redução de gastos correntes e diminuição dos impostos para ampliar os gastos públicos em investimentos conforme Programa Piloto de Investimentos.

**Gráfico 6. Crescimento das Despesas Correntes do Governo e das Receitas Administradas em % do PIB: 2002 a 2006\***



Fonte: MPOG/SOF. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até setembro.

**Gráfico 7. Despesas Obrigatórias e Discricionárias em % do PIB: 2002 A 2006\***



Fonte: MPOG/SOF. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até setembro.

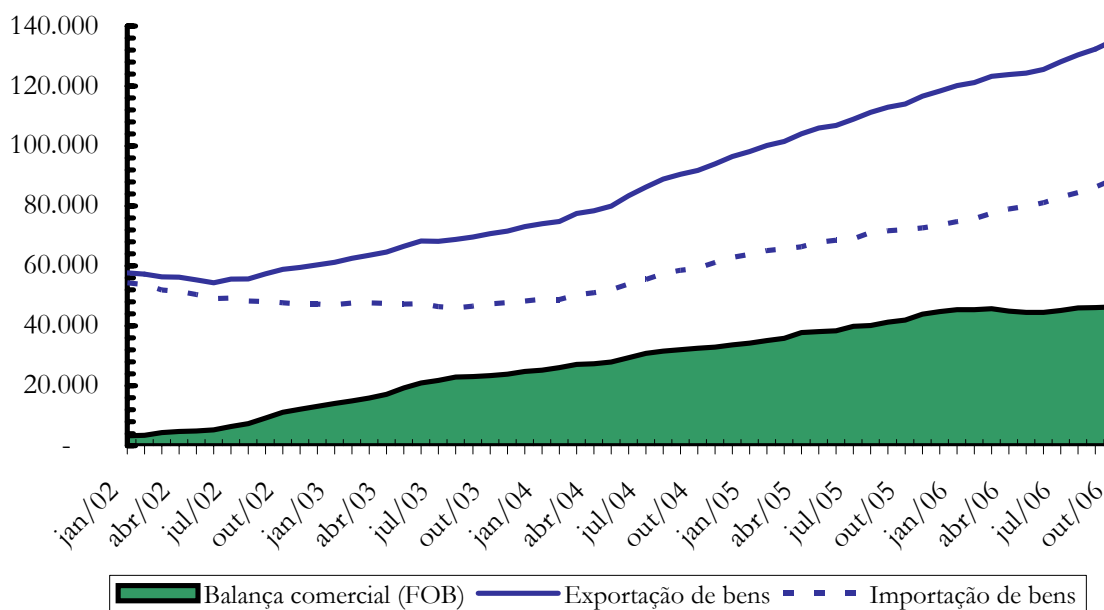


## Política Cambial

O desempenho externo do primeiro mandato do governo Lula foi amplamente beneficiado pelas condições de crescimento mundial e pela elevada liquidez internacional. Os principais resultados foram quatro anos de superávit na conta transações correntes do balanço de pagamento, aumento das reservas internacionais, crescimento do fluxo de comércio e diminuição da dívida externa.

O gráfico 8 ilustra a vitalidade do setor externo brasileiro. No início do governo Lula I, as exportações acumuladas em 12 meses representavam cerca de US\$ 60 bilhões e em outubro de 2006 esse valor ultrapassou o valor de US\$ 135 bilhões. As importações anualizadas também cresceram passando de US\$ 47 bilhões para US\$ 88 bilhões no mesmo período. Com isso, o saldo da balança comercial saltou de US\$ 14 bilhões para um valor acima dos US\$ 46 bilhões, no mesmo período.

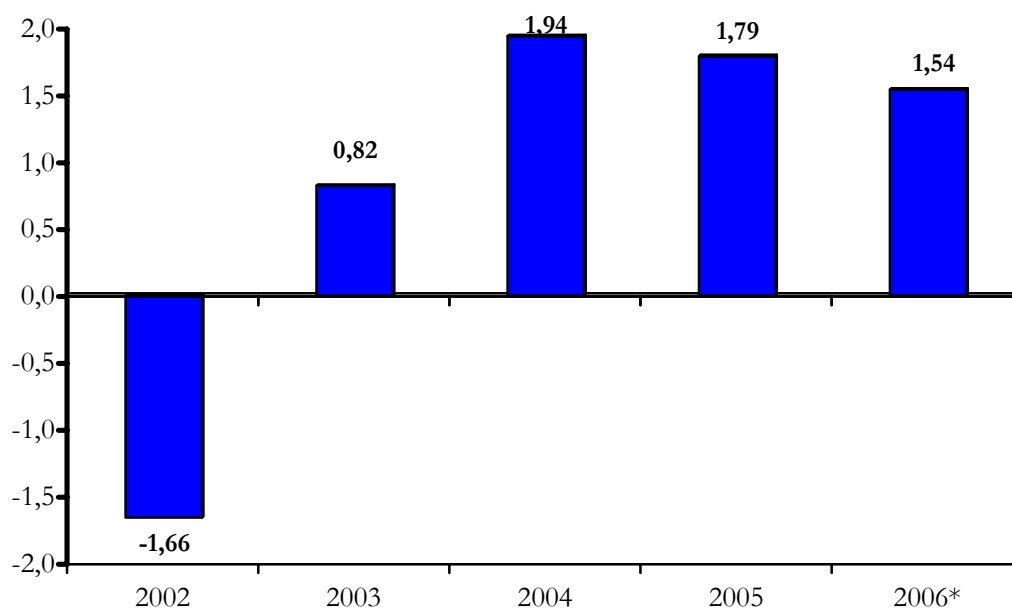
**Gráfico 8. Desempenho da Balança Comercial anualizada: 2002 A 2006\***



Fonte: BCB-DEPEC. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até outubro.

Após oito anos consecutivos de déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, o Brasil em 2003, com o forte crescimento das exportações começa a reverter esse quadro, apresentando um superávit de 0,82% do PIB em 2003, 1,94% em 2004, 1,76% em 2005 e 1,54% até outubro de 2006.

**Gráfico 9. Saldo em Transações Correntes/PIB (%): 2002 A 2006\***



Fonte: BCB-DEPEC. Boletim Economia & Tecnologia. \* Em 2006 até outubro.

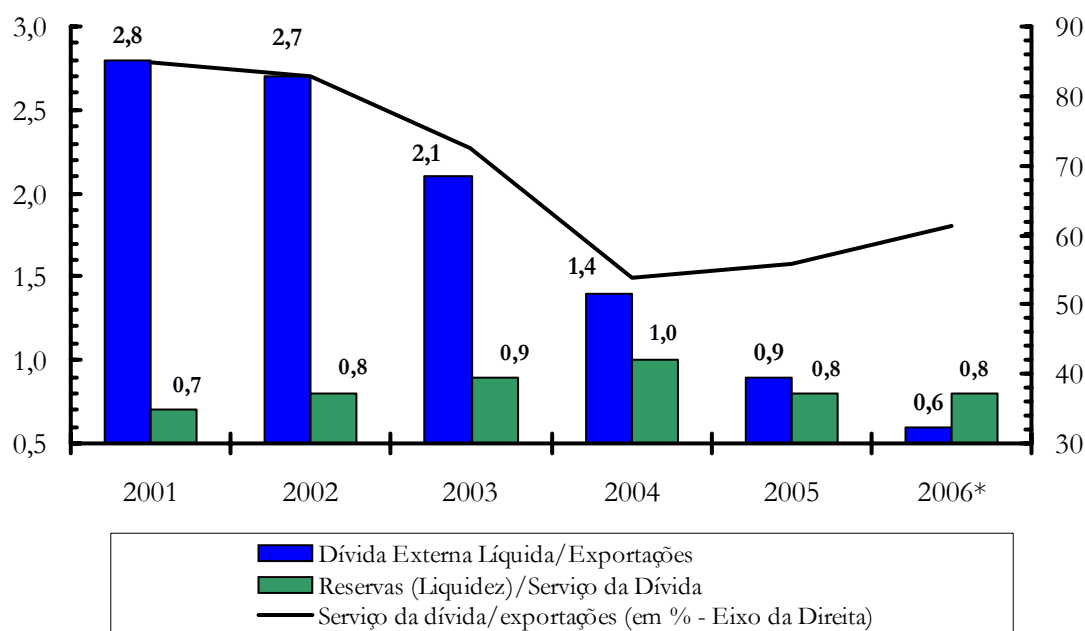
O gráfico 10 destaca o desempenho dos principais indicadores de vulnerabilidade externa. Nos últimos quatro anos, todos estes indicadores melhoraram. A relação dívida externa líquida/exportações que era de 2,8 (eram necessários 2 anos de 9 meses de exportações para pagar a dívida líquida), em 2002 caiu significativamente para 0,6 (seis meses de exportações pagam a dívida) em 2006.

A razão reservas internacionais sobre o serviço da dívida aumentou<sup>6</sup>, mostrando que o país apresenta mais reservas para pagar o serviço da dívida (juros da dívida externa), isto é, o país se tornou menos vulnerável no *front* externo. Essa razão é muito utilizada em países que adotam como referência um regime de câmbio fixo, e neste caso as reservas internacionais têm um papel mais relevante nas contas externas.

Já o último indicador, serviço da dívida sobre exportações, é mais importante para um país com regime de câmbio flutuante. Ele indica em termos percentuais o volume de serviços da dívida sobre o volume de exportações e, quanto menor for esse valor menos vulnerável é o país. Em 2002, com o crescimento das exportações, o Brasil apresentava uma relação de 84,9%, em 2004 esse indicador caiu para 53,7% e no segundo trimestre de 2006 está em 61,2%.

<sup>6</sup> Esse indicador mostra que se o país, em um determinado período, não apresentar nenhuma receita de exportações, isto é, entrada de moeda estrangeira, este ainda tem caixa para pagar os juros da dívida externa. Quanto maior o volume de reservas internacionais e menor o volume de serviço da dívida, maior é o indicador e menos vulnerável é o país.

**Gráfico 10. Principais indicadores de vulnerabilidade externa: 2002 A 2006\***

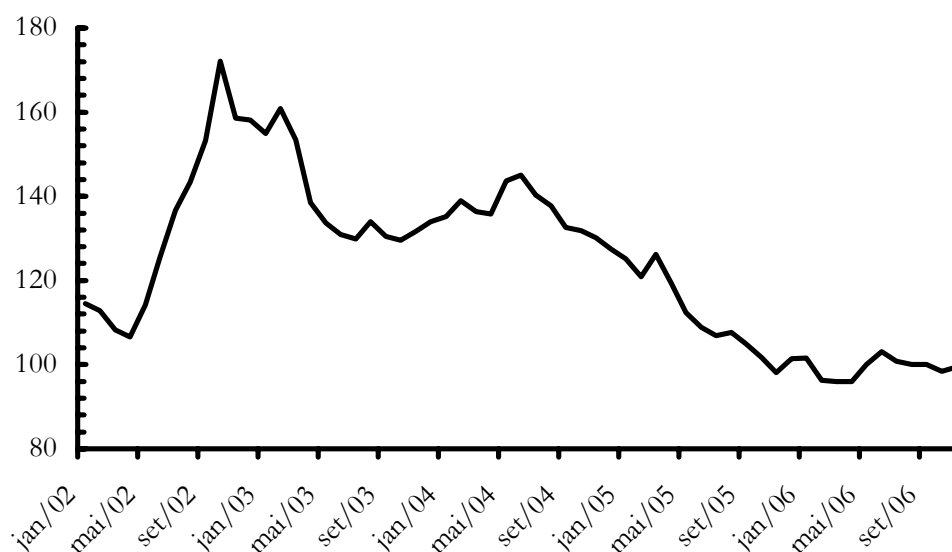


Fonte: BCB-DEPEC. Boletim Economia & Tecnologia. \* Segundo trimestre de 2006.

Entretanto, o forte desempenho do setor externo e a política de juros elevados do Banco Central vêm fazendo com que o Brasil apresente um forte fluxo de entrada de moeda estrangeira (dólar norte-americano), gerando com isso uma forte apreciação nominal e real da taxa de câmbio. O gráfico 11 destaca uma situação preocupante no cenário externo nacional: o câmbio efetivo está muito apreciado. Neste sentido, a situação externa confortável pode dar lugar a uma piora nos indicadores externos, principalmente pelo saldo em transações correntes do balanço de pagamentos.

No início do governo Lula I a taxa de câmbio real apresentava uma forte depreciação, ocasionando em um ganho de competitividade externa. Entretanto, esse indicador durante o seu governo vem apresentando uma forte apreciação e perda de competitividade. O gráfico, abaixo, destaca que o câmbio efetivo atual apresenta o mesmo valor de junho de 1994, período no qual o país adotava uma âncora cambial para conter a hiperinflação.

**Gráfico 11. Taxa de câmbio efetiva Real (IPCA): Jan/2002 A Out/2006**



### Conclusão

Ao longo deste artigo apresentamos os principais resultados da política macroeconômica adotada durante o primeiro mandato do governo Lula. Como aspectos positivos podemos destacar: a queda da taxa de inflação para um patamar próximo de 4% a.a.; estabilização/redução da dívida pública como proporção do PIB, afastando o risco de *default* por parte do governo brasileiro; e uma redução significativa da fragilidade externa da economia brasileira, a partir da obtenção de superávits na conta de transações correntes do balanço de pagamentos, aumento das reservas internacionais e forte aumento das exportações.

No entanto, o modelo macroeconômico brasileiro possui ainda uma série de fragilidades. Em primeiro lugar, o “problema dos juros” no Brasil não foi ainda equacionado. A taxa real de juros de curto-prazo continua acima de 9% a.a, um valor que não é só extremamente elevado do ponto de vista internacional como, principalmente, impede a aceleração do crescimento da economia brasileira na medida em que a mesma se constitui no custo de oportunidade dos investimentos do setor produtivo.

Em segundo lugar, a qualidade do ajuste fiscal brasileiro é muito ruim: o superávit primário, embora suficiente para estabilizar/reduzir a dívida pública, tem sido gerado por uma combinação perversa de aumento da carga tributária, aumento dos gastos de consumo do

governo e redução do investimento público em obras de infra-estrutura; o que certamente tem efeitos deletérios sobre o crescimento de longo-prazo da economia brasileira.

Por fim, a combinação entre juros elevados, aumento do preço das *commodities* internacionais e baixo crescimento da economia tem gerado um elevado fluxo de entrada de divisas – tanto pela conta comercial como pela conta financeira – o qual resultou numa forte apreciação da taxa real de câmbio. Essa apreciação do câmbio, embora ainda não esteja comprometendo o saldo da balança comercial, está afetando adversamente os setores da indústria brasileira que são mais intensivos em trabalho. Dessa forma, a capacidade de crescimento da economia brasileira no longo-prazo pode ser comprometida uma vez que se reduzem os efeitos multiplicadores – via massa salarial – sobre o PIB de um aumento exógeno da demanda agregada.

